

振东制药(300158.sz)

主力产品保持高增长，二线产品潜力较大

李平祝 分析师

电话：010-68058790

eMail：lpz@gf.com.cn

SAC执业证书编号：S0260210090004

专注于中药抗肿瘤领域

公司的主打产品为岩舒注射液，在中药抗肿瘤市场中占有 15%左右的市场份额。该产品在预防肿瘤疼痛和出血方面具有比较优势并且日均治疗费用仅 78 元左右，从而具有一定的竞争优势，在中药抗肿瘤市场迅速发展的大环境下，有望实现销量和利润的快发展。

产品多元化，逐步分散风险

公司通过先后并购泰盛制药、开元制药、振东护理、振东研究院、道地药材，现主要从事于中药制剂、化药制剂的研发、生产和销售。产品包括抗肿瘤药物、抗心脑血管药物、抗感染系列用药及中药护理产品，公司拥有三大生产基地，359 个品种，药品品种数量在全国排名第 18 位。

优化产业链，实现规模经济和范围经济

公司经此次融资后将进行 3.2 万亩苦参种植项目并积极扩大产能，有望实现规模经济和范围经济。同时，通过整合产品销售渠道，有望降低销售费率

盈利预测及定价

我们预测公司 2010、2011、2012 年分别实现全面摊薄后 EPS0.64 元、0.94 元和 1.23 元。由于公司的主打产品岩舒注射液有较强的竞争力，二线产品近年有望高速发展，在研品种丰富，公司有长期跟踪研究的价值。我们认为应当给以公司 2011 年 40-45 倍的 PE，对应公司合理股价为 37.6 元-42.3 元。

风险提示

中药注射剂行业风险；原材料涨价风险；二线产品销售进度低于预期的风险。

预测及评估

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	461.05	528.69	981.34	1288.98	1712.91
增长率(%)	46.25%	14.67%	85.62%	31.35%	32.89%
EBITDA(百万元)	105.90	114.30	125.29	182.42	240.38
净利润(百万元)	59.39	68.02	92.27	135.71	176.57
增长率(%)	51.39%	14.55%	35.65%	47.07%	30.11%
每股收益(元)	0.59	0.63	0.64	0.94	1.23

数据来源：财务报表，广发证券发展研究中心

价格区间

发行价格	38.80 元
上市价格	42.30 元

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)	144
主要股东	振东集团
主要股东持股比例	78.78%

财务比率

ROE	18.95%
ROA	16.17%
资产负债率	44.14%
每股净资产(元)	3.32

2009 年报数据

发行信息：

发行价格(元)	38.80
主承销商：	中信证券股份有限公司
发行市盈率	82.58

目录索引

一、主力产品保持高增长、二线产品潜力较大	3
二、积极并购丰富产品线、实现范围经济	3
三、公司发展战略符合中药抗肿瘤药发展趋势	4
（一）抗肿瘤药市场规模高速增长	4
（二）抗肿瘤中药具有广阔发展前景	5
（三）盐舒注射液在中药抗肿瘤领域大有可为	6
四、二线品种逐渐崛起	7
五、在研品种丰富，不乏高潜力品种	8
六、营销学术化，提升专业形象	9
七、公司财务状况健康可持续	9
八、募集资金项目分析	10
九、盈利预测与上市定价	12
（一）盈利预测前提假设	12
（二）公司盈利预测	12
（三）上市定价	12
十、风险提示	13
（一）来自于竞争产品的风险	13
（二）中药注射剂行业的风险	13
（三）产品能否进入基本药物目录扩展版	13
（四）公司绩效过度依赖于岩舒注射液的风险	13
（五）产品和销售能力整合的风险	13
（六）ROE 下行的风险	13
（七）原材料价格上涨风险	14
（八）产能过剩的风险	14

一、主力产品保持高增长、二线产品潜力较大

振东制药的主打产品岩舒注射液在中药抗肿瘤药物市场表现优异,同时如果该产品增加用量的临床试验进展顺利,该产品将会进入新的增长阶段。公司众多的二线产品有效分散了公司过于依赖岩舒注射液的风险。公司的在研产品中,我们看好黄芪总皂苷,如果该品种进展顺利,在心脑血管领域该产品的市场容量有望能达到5亿元以上。我们认为公司未来发展的潜力较大,建议持续跟踪。

中药抗肿瘤产品前景光明,盐舒注射液优势明显。公司的拳头产品岩舒注射液属于应用于肿瘤治疗的中成药品种。近年来我国抗肿瘤药物市场增长迅猛,仅次于抗感染类药物,并保持着40%的高速增长。盐舒注射液由于止痛和抑制癌性出血方面表现优异,且价格低廉,销量在未来几年内有可能保持高速增长。

二线产品丰富,有效缓解过度依靠单一产品的风险。公司主要二线产品为心血管类和抗感染类。主要有舒血宁、冠心宁、阿莫西林钠氟氯西林钠、芪蛭通络胶囊等。其中扶正固本颗粒和芪蛭通络胶囊是独家品种,舒血宁、冠心宁、阿莫西林钠氟氯西林钠等品种竞争厂家较少。二线产品都呈现良好的增长势头。公司采取了抢仿为主的研究开发策略,选择市场较大的,竞争压力小的品种申报,力争在较快的时间内丰富公司的产品线。

在研产品潜力巨大。我们重点关注公司的在研产品黄芪总皂苷,黄芪总皂苷是目前的黄芪注射液的升级换代品种,与传统的临床用药黄芪注射液相比,有效成分含量高,总皂苷含量80%以上,产品质量更加稳定。黄芪皂苷的药理作用主要是改善心脏泵血功能、干预心室重塑,具有广阔的应用前景。

盈利预期与上市定价。我们预测公司2010、2011、2012的全面摊薄EPS分别为0.58元、0.79元、1.06元,鉴于中药肿瘤市场的高速发展、公司主打产品有较大竞争力及公司丰富的二线产品,我们给予公司2011年45-50倍的市盈率,即公司合理股价为35.55元-39.50元

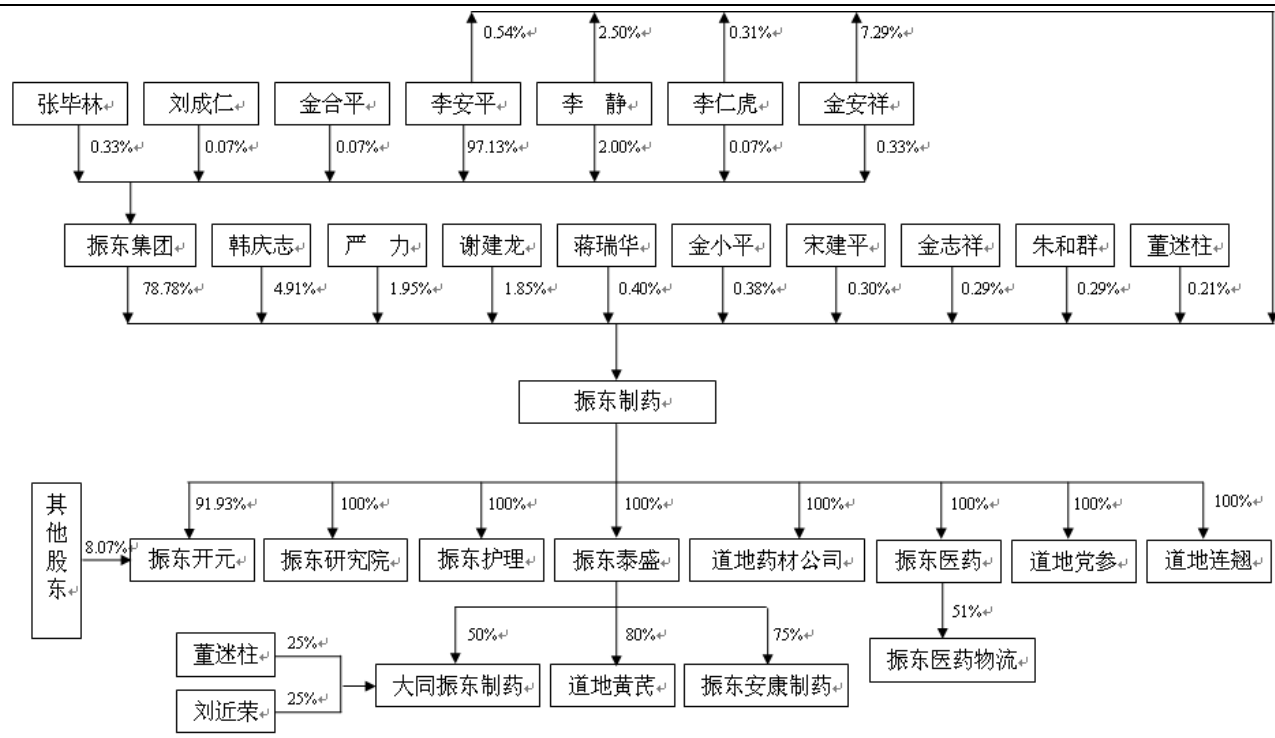
二、积极并购丰富产品线、实现范围经济

山西振东制药股份有限公司是由振东有限整体变更设立的股份有限公司。该公司先后并购了泰胜制药、开元制药、振东护理、振东研究院、道地药材,现主要从事于中药制剂、化药制剂的研发、生产和销售。产品包括抗肿瘤药物、抗心脑血管药物、抗感染系列用药及中药护理产品,公司拥有三大生产基地,359个品种,药品品种数量在全国排名第18位,是山西药品批文最多、资产最大的医药企业之一。

公司的实际控制人为李安平,本次股票发行前,公司实际控制人李安平持有公司0.54%股份,并通过振东集团间接持有公司78.78%股份。按发行3,600万股测算,本次发行后,李安平直接与间接合计持有公司59.48%股份。

公司通过并购快速扩张,从主要依赖岩舒注射液发展为岩舒、普药双轮驱动。通过新成立振东医药物流、商务部、招商事业部、医院事业部有效整合推广渠道和销售渠道。有望实现整体销售费率的降低。

图1：发行前公司股权结构图



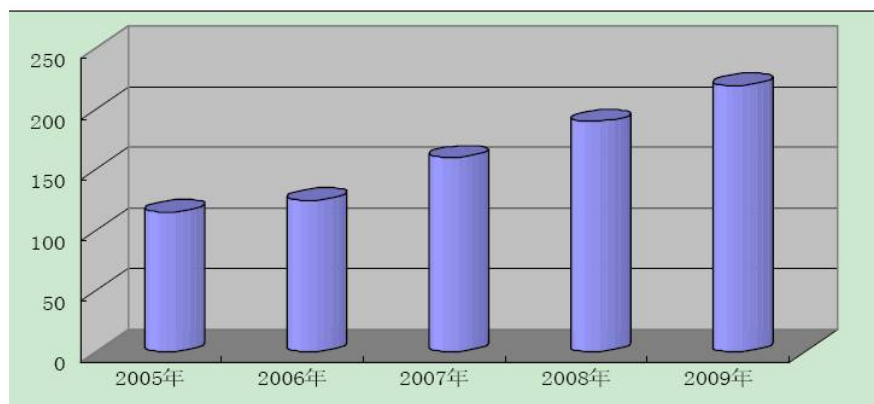
数据来源：招股说明书

三、公司发展战略符合中药抗肿瘤药发展趋势

（一）抗肿瘤药市场规模高速增长

据我国卫生部统计，20 世纪90 年代我国肿瘤发病率已上升为127 例/10 万人。近年来我国每年新增肿瘤患者160-170 万人，众多的肿瘤患者形成了对抗肿瘤医药市场的巨大需求。根据卫生部统计信息中心资料，2008 年城乡居民前五位疾病死亡专率及死亡原因构成中，恶性肿瘤以28.53%及25.39%的比率分别居城市和农村死亡原因的首位。我国抗肿瘤药物除 2006 年受国家宏观政策环境影响销售额增长速度放缓之外，其他年份均保持着20%的增长速度。根据南方医药经济研究所数据，2009年我国抗肿瘤药物市场销售规模超过220 亿元。

图 2：2005-2009 年我国抗肿瘤药物市场增长情况

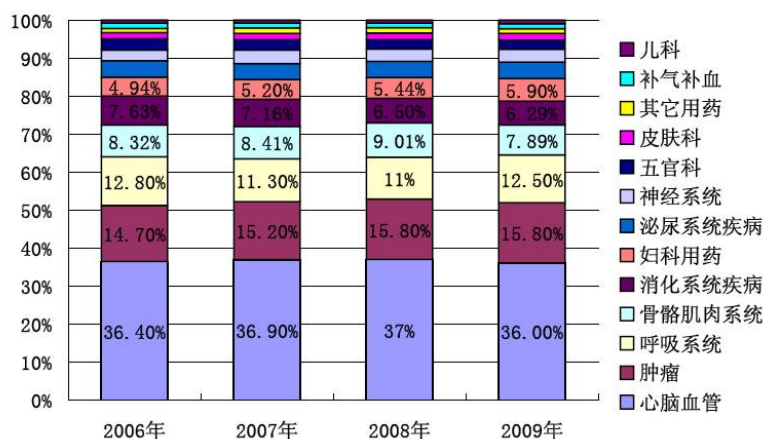


数据来源：南方医药经济研究所

(二) 抗肿瘤中药具有广阔发展前景

首先，中药抗肿瘤的市场前景广阔，这是由传统化疗方案的副作用所决定的。传统化疗方案的副作用主要表现在：通过刺激胃肠道黏膜导致消化障碍；骨髓抑制；细胞毒性药物导致的免疫系统损伤；心脏及肝肾毒性等。岩舒注射液等是经过临床严格验证的化疗病人保护用药，随着临床中对中药的日益重视，这类产品有着良好的市场前景。

图3：样本城市医院终端中药细分类别



数据来源：招股说明书 广发证券研究中心

其次，与传统化疗西药相比，中药的适用症更为广泛。比如血液系统肿瘤与肝癌所采取的西药化疗方案就存在着显著的差异，这就导致了每种化疗的西药所拥有的都是较为细分的市场，但是中药抗肿瘤药在临床中几乎可以用于各种主要的肿瘤，因而中药具有应用范围广的相对优势。

最后，西药治疗方案费用的降低，促使肿瘤患者就治率的提升，也促进中药抗肿瘤产品的用量提升。近年来以单克隆抗体为代表的抗肿瘤产品发展迅猛，有效地提高了肿瘤患者的生存能力。由于中药在肿瘤科所处的相对辅助性的地位，中药肿瘤产品与西药肿瘤产品是一对互补品，随着应用于肿瘤的西药产品质量的逐步提高

和费用的逐年下降，肿瘤患者的就治率提升，市场对互补品中药抗肿瘤产品的需求会进一步增加。

（三）盐舒注射液在中药抗肿瘤领域大有可为

岩舒注射液与其他抗肿瘤产品比较，在缓解癌性出血、癌症疼痛有突出效果，日均花费较低，岩舒的日均费用78元，具有突出的价格优势。

表1：岩舒注射液与其他中药肿瘤品种的比较									
	原料	生产企业	基本药理作用	产品规格（ml/盒）	最高零售价	每日用量	日均费用（元）	临床应用市场占有率	2008 年销售额
岩舒注射液	苦参白土苓	振东制药	清热利湿，凉血解毒，散结止痛。用于癌肿疼痛、出血。	5ml×5 2ml×10 5ml×4	2ml:20.3元/支 5ml:47.3元/支	一次2~4ml，一日2次；或静脉滴注，一次12ml	78	15%	3.6 亿元
参芪扶正注射液	党参黄芪	丽珠集团利民制药厂	冠心病心衰以及肿瘤辅助治疗。	250ml	182 元/瓶	1 瓶/日	182	25.46%	4.3 亿元
康艾注射液	黄芪人参苦参素	长白山制药股份有限公司	原发肝癌、直肠癌、淋巴瘤、妇科肿瘤治疗；白细胞减少；慢性乙肝。	10ml×6	470 元/盒	1-2 次/日 4-6 支/次	376	23.32%	4.2 亿元
艾迪注射液	人参黄芪刺五加斑蝥	贵州益佰制药股份有限公司	抗肿瘤；放化疗增效。	10ml×5	36.9 元/支	1 日1 次，1 次5-10 支	276	22.27%	4.0 亿元
华蟾素注射液	干蟾皮提取物	安徽金蟾生化股份有限公司	解毒，消肿，止痛。用于中、晚期肿瘤，慢性乙型肝炎等症。	5ml 10ml	5ml:27.4元/支 10ml:52元/支	1 日1 次，20-40ml/次	156	2.57%	1.3 亿元
康莱特注射液	注射用薏苡仁油	浙江康莱特药业有	非小细胞肺癌；肝癌；放化疗增效；中晚期	100ml:10g	336 元/瓶	1 日1 次；1 次2 瓶	770	11.38%	2.1 亿元

		限公 司	止痛。						
--	--	---------	-----	--	--	--	--	--	--

数据来源：招股说明书

以下因素表明盐舒注射液仍具有较大的市场潜力

产品未覆盖到的医院仍较多。作为一种抗肿瘤药物，该产品的销售市场主要为医院市场。全国二级以上医院中收治肿瘤患者较多的有3000家左右，目前该公司覆盖了1400余家。还有很大的销售增长空间。随着近年来公司销售团队的迅速发展和此次的上市融资，公司将拥有更强大的销售能力。

每日指导用量可能会提高。2009年5月，岩舒注射液增加用量的临床试验申请获国家药监局批准（批件号：2009L03484），现已由中国中医科学院广安门医院牵头，组织多家医院开展增加用量的二期临床试验。如果经过证明需要增加岩舒注射液的指导用量，产品需求将迅猛增长。

适应症有可能拓宽。有观察表明岩舒注射液除了用于肿瘤科外，其具有止痛和增强免疫功能使得它可以应用于其他科室。如果这些新的应用领域被证实和开发，岩舒注射液将具有一个更大的潜在销量。

以下因素表明盐舒注射液的利润空间不会发生太大变化

自建GAP基地有望稳定产品毛利率。一方面近年来以苦参为代表的原材料价格持续上涨，构成了毛利润下行的趋势；另一方面公司即将实施的3.2万亩苦参项目有助于完善产业链，对冲原材料风险，锁定利润空间。

销售平台的整合有望降低单位产品销售费用。公司在收购泰盛制药和开元制药后，组建了统一的销售平台，将子公司弱化成为生产基地。目前，公司组建了肿瘤事业部、医院事业部、招商事业部以及普药事业部，药品销售渠道通过自销与代理（招商）两种模式进行。公司销售网络健全，渠道控制力较强。对现有品种的销售增长带来一定的渠道优势。但是同时公司在将市场由华北地区向其他地区拓展过程中，可能会产生暂时性的高销售费率。

我们认为，在中药抗肿瘤市场高速发展和公司的积极部署下，盐舒注射液将继续保持较快增长，在未来较长一段时间内，盐舒仍然是公司的拳头产品和主要利润增长点。

四、二线品种逐渐崛起

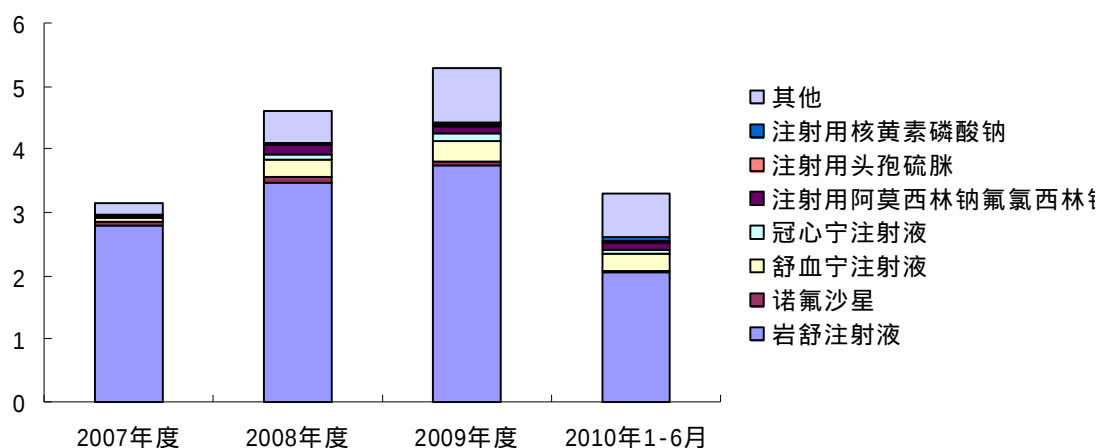
岩舒注射液2007年、2008年、2009年、2010年1-6月占全部营业收入比重分别为88.49%、75.49%、70.53%、62.02%。随着公司其他品种销售收入的不断增加与成长，岩舒注射液销售占比不断下降，毛利及净利占比下降幅度更大，有效地降低了公司单一品种风险，提高了公司抗风险能力，增加了公司盈利点。

公司主要二线产品为心血管类和抗感染类，主要有舒血宁、冠心宁、阿莫西林钠氟氯西林钠、芪蛭通络胶囊等。其中扶正固本颗粒和芪蛭通络胶囊是独家品种，舒血宁、冠心宁、阿莫西林钠氟氯西林钠等品种竞争厂家较少。二线产品都呈现良好的增长势头。公司采取了抢仿为主的研究开发策略，选择市场较大的，竞争压力小的品种申报，力争在较快的时间内丰富公司的产品线。

未来公司将以产品战略为导向，逐步丰富产品线，培育1-2个有市场竞争力的新品种，最终实现“以肿瘤产品为核心，医院临床用药为基础，普药为补充”的产品结构。通过科学的产品种类梳理，未来2-3年内，公司有可能培育出具有较大市

场潜力的新产品。

图4：公司经营收入构成情况



数据来源：招股说明书

五、在研品种丰富，不乏高潜力品种

公司在研品种进入注册程序13个，临床前研究品种15个。我们重点关注公司的在研产品黄芪总皂苷。黄芪总皂苷是目前的黄芪注射液的升级换代品种，与传统的临床用药黄芪注射液相比，有效成分含量高，总皂苷含量80%以上，产品质量更加稳定。黄芪皂苷的药理作用主要是改善心脏泵血功能、干预心室重塑，具有广阔的应用前景。目前公司的研究对于黄芪皂苷干预心肌肥厚的分子机制及与卡托普利等联合用药的安全性等问题进行深入探讨，有利于指导临床合理用药，进而占有突出的市场份额。黄芪总皂苷未来的市场份额可能达到5亿元以上。

表2：公司主要在研产品

序号	品种名称	申报类别	用药类别	状态	预期上市时间
1	替莫唑安胶囊	申报生产	化药3.1类	肿瘤用药	2011年6月
2	小儿咳喘灵泡腾片	申请生产批件	儿科用药	已召开专家评审会议	2011年6月
3	灯盏花素分散片	申报生产	中药8类	心脑血管用药	2011年9月
4	灯盏生脉片	申请生产批件	心脑血管	专业评审	2011年12月
5	灯盏生脉颗粒	申请生产批件	心脑血管	专业评审	2011年12月
6	盐酸特拉唑嗪片	申请生产批件	内分泌	已进入技术审评阶段	2012年6月
7	硫酸氢氯吡格雷片	小试工艺优化	化药6类	抗血栓用药	2012年12月
8	盐酸二甲双胍片	申请生产批件	糖尿病	已受理	2012年12月
9	黄芪总皂苷氯化钠注射液	临床试验	中药7类	心脑血管用药	2012年12月
10	来曲唑片	待中试	化药6类	肿瘤用药	2013年3月
11	注射用益心酮	申请临床批件	心脑血管	专业评审	2013年12月
12	盐酸头孢唑兰	申请临床批件	抗感染	批准临床试验	2013年12月
13	注射用盐酸头孢唑兰	申请临床批件	抗感染	批准临床试验	2013年12月
14	复方苦参注射液变更用法用量	临床试验	补充申请	肿瘤用药	2013年12月

15	生白颗粒	小试工艺优化	中药 6 类	肿瘤用药	2014 年 12 月
16	灌肠剂	小试工艺优化	中药 6 类	消化系统用药	2014 年 12 月
17	羟苯硫酸钙及胶囊	中试完成	化 6	微血管	2014 年 6 月
18	氨磷汀及冻干粉	中试	化 6	肿瘤用药	2014 年 6 月
19	多西他赛及注射液	中试	化 6	肿瘤用药	2014 年 12 月
20	吉西他滨及注射液	中试	化 6	肿瘤用药	2014 年 12 月
21	瑞格列奈及片剂	中试	化 6	心脑血管用药	2014 年 12 月
22	苯磺顺阿曲库铵	小试工艺优化	化 6	肌肉松弛药	2015 年 6 月
23	寒痰舒胶囊	临床试验	中药 6 类	呼吸系统用药	2015 年 12 月
24	乌骨藤冻干粉	小试工艺优化	中药 5 类	肿瘤用药	2016 年 12 月

数据来源：招股说明书

六、营销学术化，提升专业形象

公司将继续推进岩舒注射液的质量标准提高工作，主要是明确有效物质基础；阐明有效成分（群）及其在抗肿瘤、止痛、免疫调节等作用机理和成分间相互作用的规律性；增加在线检控技术，优化生产工艺；制定药材、中间体、成品质量控制标准；开展药效、安全性再评价和药代动力学研究。

未来公司将阶段性完成以舒血宁注射液、冠心宁注射液、注射用香菇多糖、注射用维库溴铵、注射用盐酸尼莫司汀、羟喜树碱注射液、紫杉醇注射液、盐酸托烷司琼注射液、比卡鲁胺胶囊、参芪扶正颗粒、芪蛭通络胶囊、参苓健脾丸、小儿参术健脾丸、桂枝茯苓丸等市场潜力较大的品种的技术提升工作，使生产工艺、技术水平和质量控制等各方面均达到国内一流水平，进一步提高公司产品的市场竞争力。

目前，公司已经构建了覆盖全国市场的抗肿瘤品种营销网络，拥有较强的渠道控制能力。公司将继续以学术营销为主，提高学术营销深度，结合品牌拉动，增强医护人员对公司产品的认知程度。在完善现有抗肿瘤品种营销网络的基础上，借助三级营销管理模式，衍生拓展医院临床产品推广营销渠道。此外，公司将积极组织并参与各种国内外医学学术会议，保持与国内科研学术机构、重点医院的研究与合作，加强销售人员的专业培训力度，提高“学术营销”水平，在巩固公司产品在抗肿瘤中药市场领先地位的同时，稳步提升在心脑血管、抗感染等药物领域的专业形象。

未来三年内，公司将加强企业的信息化管理，逐步建立起覆盖各大区、省区和地市办事处、经销商、代理商的电子化信息系统，以此为基础提高企业营销管理水平。

七、公司财务状况健康可持续

公司的历史报表与同类公司报表的可比性分析：

公司的存货管理：存货发出时按照月末一次加权平均法计价，在原材料价格上涨较快的情境下，这种方法比较客观中性，不会激进地夸大收益，误导投资者。

公司采取的固定资产计价和折旧方法符合法律的要求，也与同类公司相同，在进行横向比较时具有可比性，不需要进行大的修正。

在建工程成本及期间发生的利息进行了资本化处理。与将这部分列入支出相比，会导致当年收益相对较高，后续期内由于折旧增加从而收益较低。这种处理方法与同类公司相同，可以不进行大的修正直接进行比较。

无形资产的会计处理。公司对于内部形成的专利，外部收购的专利，外部收购所得的商誉等处理均符合会计制度，便于与同类公司和整个行业进行比较。

公司所采取的其他会计准则均与创业板同类公司基本相同，具有很高的可比性。

对于2010年上半年经营活动产生现金流为负的解释：

2010 年1-6 月，公司员工工资和培训费用支出较多，受上述因素影响，公司2010年上半年经营活动现金流量为负，从长远看，加强对员工的在职培训将会创造更高的收益。而且从全年而言，由于公司现金回款主要集中在下半年，公司经营活动现金流量仍将维持稳定增长。

与创业板其他制药类公司综合指数进行比较：

公司流动性指标、偿付能力、盈利能力、盈利质量指标、资本使用效率均达到或基本达到上市公司的标准，财务状况健康可持续。

表 3：公司主要财务指标				
项目	2010 年 1-6 月	2009 年度	2008 年度	2007 年度
流动比率	1.28	1.18	1.03	0.76
速动比率	0.93	0.98	0.85	0.65
资产负债率（母公司）	44.54%	42.19%	44.93%	59.45%
应收账款周转率（次/年）	1.88	3.35	3.19	2.57
存货周转率（次/年）	1.03	2.38	2.63	2.07
无形资产（土地使用权除外）占净资产比例	0.68%	0.70%	0.90%	1.25%
息税折旧摊销前利润（万元）	5,888.87	10,968.64	9,823.84	5,665.57
利息保障倍数	9.08	10.65	7.67	7.01
每股经营活动的现金流量（元/股）	-0.34	0.39	0.31	N/A
每股净现金流量（元/股）	-0.17	0.44	-0.08	N/A
每股净资产（元/股）	3.65	3.33	2.67	N/A

数据来源：广发证券研究中心

八、募集资金项目分析

表 4：公司募集资金项目					
序号	项目主体	总投资	拟投入募集资金	实施主体	投入方式
1	3.2 万亩苦参 GAP 中药材种植基地及中药饮片加工项目	4,844	4,844	振东中药材	增资

2	小剂量注射剂扩能改造项目	9,666	9,666	振东制药	
3	泰盛制药新建冻干粉剂和无菌粉针综合制剂工程项目	8,026	8,026	泰盛制药	增资
4	开元制药年产 1.5 亿袋颗粒剂工程项目	8,024	8,024	开元制药	增资

数据来源：招股说明书

3.2万亩苦参GAP中药材种植基地及中药饮片加工项目。公司是国内较大的苦参原料采购企业，随着生产规模的扩大，公司对苦参原料的需求也越来越大，以外购为主的原材料供应模式将成为制约公司业务发展的瓶颈。因此，建立符合GAP 标准的苦参种植基地，实现苦参种植产业化、生产规范化、产品质量绿色化是公司保证原材料供应稳定，从源头保障药品安全有效的必然选择，也是公司整合苦参产业链的关键举措，对公司未来的发展意义重大。仅依靠野生苦参资源已难以满足未来生产所需，且资源质量呈下降趋势。随着野生资源的减少，其稀缺性必然推动价格上涨。人工种植苦参如能达到用药标准，不但可以满足公司自身生产需要，其市场前景也将较为看好。

小容量注射剂扩能改造项目。小容量注射剂为公司战略规划中的重点发展方向，现有产能已无法满足市场需求的增长，小容量注射剂产能限制已成为制约公司业务进一步发展的瓶颈。因此，公司拟通过本项目在原有生产设施基础上，将振东制药建成股份公司内部小容量针剂的生产基地，整合生产资源，形成规模优势。随着岩舒注射液产销量的增加，公司对于中药原药的提取能力要求也逐年增加，现有提取能力已接近饱和，很难满足未来2-3 年的产量增长需求。扩建现有提取车间，增加提取能力是公司业务发展的必然要求。

泰盛制药新建冻干粉针和无菌粉针综合制剂工程项目。近两年来，泰盛制药依托母公司强大的销售网络，产销量快速增长，其主要剂型粉针剂年生产能力1,800 万支，2009 年实际生产1,391 万支，销售1,295万支，产能利用率77.28%，产销率93.10%。受制备工艺和生产标准限制，公司的产能利用率已很难有增长空间。泰盛制药现有50 平方米冻干机，为全国最大的单体冻干机，但受制于灌装能力，公司冻干能力的规模优势无法充分发挥，而综合制剂工程的建成将有效缓解泰盛制药目前面临的生产瓶颈。此外，泰盛制药现有仓库的仓储能力已满负荷使用。随着生产规模的扩大，产成品和原材料的储量增加，现有仓库已不能满足新的需求，新建配套仓储中心将成为本次扩能改造项目的重要组成部分。

开元制药年产1.5亿袋颗粒剂工程项目。开元制药现有颗粒剂和胶囊剂生产线仅能保证基本生产资质，不能满足大规模生产要求，提取能力和动力设备配套能力也难以满足未来的产能扩张需求。鉴于开元制药现有生产能力无法适应公司战略规划中对其颗粒剂生产中心和中药提取基地的定位，公司拟对其进行颗粒剂扩建工程项目。

公司募集资金的用途主要在于扩大产能，为进一步扩张打基础。如果项目进展符合预期且产品销路良好，企业扩张步伐有望加快。

九、盈利预测与上市定价

(一) 盈利预测前提假设

按照历年销量情况，公司1-6月的产品销售为全年销售的45%。

假定公司所占有的抗肿瘤药市场份额百分比在未来两年以每年5%的比例增长，该市场在过去四年中复合年增长率为25%，公司的主打产品岩舒注射液销售收入增长率约为31%。

公司的3.2万亩苦参项目将于11年全部投入，其余项目于2011年到2013年直线投入。

公司采用查账征收的方法对企业所得税进行核算，适用税率15%。

(二) 公司盈利预测

表 4：公司未来三年各类产品销售收入预测（万元）

		2009A	2010E	2011E	2012E
岩舒注射液	收入	37,287	45,362	59,424	77,845
	增速	7.14%	21.65%	31.00%	31.00%
	毛利率	95.53%	94.66%	94.30%	94.83%
其他工业产品	收入	15,582	27,772	36,974	49,571
	增速		78.23%	33.13%	34.07%
	毛利率	35.58%	32.86%	36.27%	36.30%
工业合计	收入	52,869	73,134	96,398	127,416
	增速		38.33%	31.81%	32.18%
	毛利率	77.86%	71.19%	72.04%	72.06%
医药批发	收入	0	25,000	32,500	43,875
	增速	—	—	30.00%	30.00%
	毛利率	0.00%	2.00%	4.00%	4.00%
合计	收入	23,914	34,750	52,690	67,740
	增速	—	45.32%	51.63%	28.56%
	毛利率	86.36%	90.39%	88.00%	86.87%

数据来源：广发证券发展研究中心

(三) 上市定价

根据我们的预测，全面摊薄后公司2010、2011、2012年EPS分别为0.64元、0.94元、1.23元。由于公司的主打产品岩舒注射液有着较强的竞争优势，二线产品近年有望高速发展，在研产品种类丰富，公司有长期跟踪研究的价值。我们认为应当给以公司2011年40-45倍的PE，对应公司合理股价为37.6元-42.3元。

十、风险提示

（一）来自于竞争产品的风险

尤其是其他中药抗肿瘤产品进入《国家基本医疗保险药品目录》会对公司现有主打产品岩舒注射液的销量产生重大影响。就当前的市场情况来看，岩舒注射液处于该细分市场中的领先地位，并且依靠专利保护和国家政策的扶植，甚至有望率先进入《国家基本医疗保险药物目录》

（二）中药注射剂行业的风险

中药来源以植物药材居多，且因其具有独特的理论体系和应用形式，在我国广泛使用。近年来，中药注射剂的研发和在临床中的广泛应用，表现出起效快、作用强等诸多特点，但其不良反应/事件也引起了社会的关注。中药中，只有30%左右的成分是经过确认和核实的有效成分，而另外70%的成分都是未知。如果该领域再次发生了鱼腥草事件等突发事件，同为中药注射剂的岩舒注射液可能也会被“殃及池鱼”。这种行业对于本公司产品的负面作用不仅表现在医生对于本品的使用减少，也表现在应对中药注射剂风险排查过程中的各项支出。

（三）产品能否进入基本药物目录扩展版

岩舒注射液作为乙类药品已进入新医保目录（2009年版），但若不能进入基本药物目录扩展版，将对公司产生不利影响。

（四）公司绩效过度依赖于岩舒注射液的风险

公司岩舒产品在销售收入、销售毛利中占有极大的比重，是公司利润的主要来源之一，存在过大的依赖性。一旦此类药物销售受到竞争对手的冲击或客观经营环境的变化，都会对企业的生存发展产生直接影响，这种产品结构也制约了企业的成长。虽然公司通过一系列并购丰富了产品结构，但是新增品种所占的销售占比，利润占比依然较小。

（五）产品和销售能力整合的风险

公司近年来发展迅猛，但是新增加的医院事业部、招商事业部是否能产生预期的利润，会受到市场环境变化、发展规划执行力等因素的影响。公司能否协调运用自有资源和新并购的资源、有效进行产品整合、充分优化营销渠道依然存在着一一定的变数。

（六）ROE 下行的风险

由于新募集资金无法立即转化为生产能力，因此企业在IPO之后可能短期内会面临下降的ROE的风险，这种现象存在于所有新募资金尚未来得及使用的情况。

（七）原材料价格上涨风险

公司主导产品岩舒注射液、舒血宁等均以苦参、白土苓、银杏叶等中药材为原材料，近年来某些年份由于天气等原因中药材生产受到一定影响，中药材价格波动较大，致使生产企业面临一定的中药材采购风险。因此公司正募集资金实施3.2 万亩苦参GAP中药材种植基地及中药饮片加工项目，该项目的实施有利于减小公司对于原材料价格变动的敞口，降低风险。

（八）产能过剩的风险

在公司成功募集资金进行产能扩大后，将面临更大的产能过大风险，如果市场情况出现了变化，或者公司的销售能力未能及时跟进，将对公司利润产生巨大影响。

资产负债表

单位：百万元

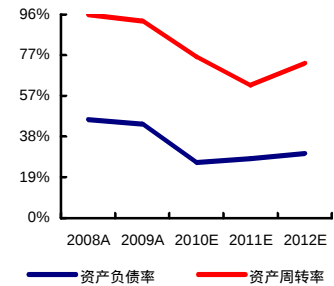
至 12 月 31 日	227	329	1,720	1,846	2,121
流动资产	29	82	1,156	1,115	1,133
货币资金	159	190	389	508	690
应收及预付	38	56	175	223	298
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	270	315	228	339	392
非流动资产	1	1	1	1	1
长期股权投资	166	186	169	281	334
固定资产	18	29	29	29	29
在建工程	82	95	29	29	29
无形资产	3	4	0	0	0
其他称其资产	497	643	1,948	2,185	2,513
资产总计	221	278	510	612	763
流动负债	88	158	158	158	158
短期借款	133	118	352	454	606
应付及预收	0	2	0	0	0
其他流动负债	9	6	0	0	0
非流动负债	5	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	4	6	0	0	0
其他非流动负债	230	284	510	612	763
负债合计	100	108	144	144	144
股本	136	153	1,103	1,103	1,103
资本公积	30	98	191	326	503
留存收益	267	359	1,437	1,573	1,750
归属母公司股东权益	0	0	0	0	0
少数股东权益	497	643	1,948	2,185	2,513
负债和股东权益	497	643	1,806	1,986	2,230

利润表

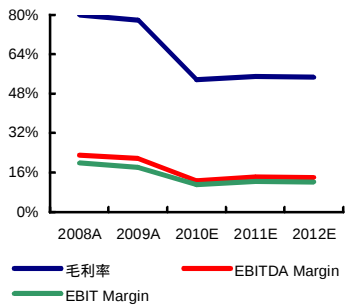
单位：百万元

至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	461	529	981	1289	1713
营业成本	93	117	456	582	777
营业税金及附加	6	7	10	13	17
销售费用	229	259	343	451	600
管理费用	41	50	64	84	111
财务费用	12	9	0	0	0
资产减值损失	6	4	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	74	82	109	160	208
营业外收入	2	4	0	0	0
营业外支出	3	4	0	0	0
利润总额	73	83	109	160	208
所得税	13	15	16	24	31
净利润	59	68	92	136	177
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	59	68	92	136	177
EBITDA	106	114	125	182	240
EPS (元)	0.59	0.63	0.64	0.94	1.23

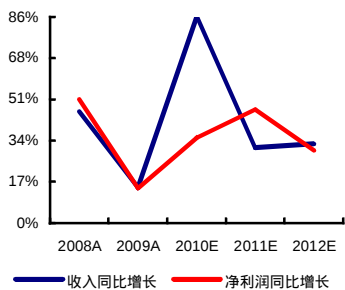
资产负债率趋势



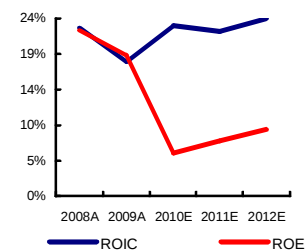
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

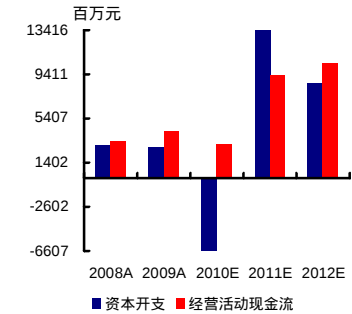
至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流					
净利润	33	42	31	93	104
折旧摊销	59	68	92	136	177
营运资金变动	14	18	17	23	33
其它	-57	-56	-82	-66	-105
投资活动现金流					
资本支出	16	12	4	0	0
投资变动	-34	-53	66	-134	-86
其他	-29	-28	66	-134	-86
筹资活动现金流					
银行借款	-7	59	978	0	0
债券融资	115	200	0	0	0
股权融资	-142	-157	-9	0	0
其他	36	30	986	0	0
现金净增加额	-16	-14	0	0	0
期初现金余额	-8	48	1,074	-42	18
期末现金余额	33	29	82	1,156	1,115
期末现金余额	24	77	1,156	1,115	1,133

主要财务比率

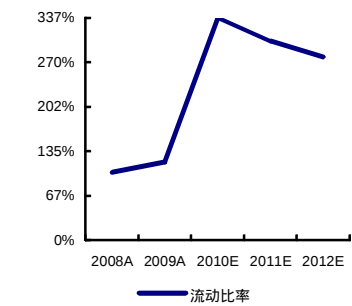
单位：%

至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
成长能力					
营业收入	46.2%	14.7%	85.6%	31.3%	32.9%
营业利润	30.5%	11.9%	31.9%	47.1%	30.1%
归属于母公司净利润	51.4%	14.5%	35.6%	47.1%	30.1%
获利能力					
毛利率	79.9%	77.9%	53.6%	54.9%	54.6%
净利率	12.9%	12.9%	9.4%	10.5%	10.3%
ROE	22.3%	18.9%	6.4%	8.6%	10.1%
ROIC	22.7%	18.1%	21.1%	22.1%	22.8%
偿债能力					
资产负债率	46.3%	44.1%	26.2%	28.0%	30.4%
净负债比率	23.6%	21.6%	-69.5%	-60.8%	-55.7%
流动比率	1.03	1.18	3.37	3.02	2.78
速动比率	0.81	0.93	2.91	2.53	2.26
营运能力					
总资产周转率	0.96	0.93	0.76	0.62	0.73
应收账款周转率	3.56	3.79	3.71	3.71	3.71
存货周转率	2.69	2.48	2.61	2.61	2.61
每股指标（元）					
每股收益	0.59	0.63	0.64	0.94	1.23
每股经营现金流	0.33	0.39	0.21	0.64	0.72
每股净资产	2.67	3.32	9.98	10.92	12.15
估值比率					
P/E	0.0	0.0	46.8	31.8	24.5
P/B	0.0	0.0	3.0	2.7	2.5
EV/EBITDA	0.6	0.7	26.5	18.4	13.9

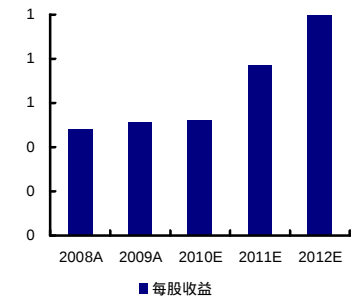
资本开支与经营活动现金流



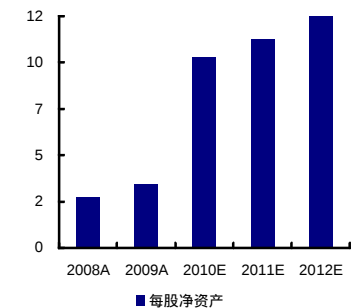
流动比率趋势



每股收益



每股净资产



广发医药行业研究小组

葛峥，分析师，广州中医药大学方剂学硕士，2006 年进入广发证券发展研究中心。

杨挺，分析师，天津大学制药工程硕士，2008 年进入广发证券发展研究中心。

李平祝，分析师，北京大学药剂学硕士，2009 年进入广发证券发展研究中心。

相关研究报告

广发证券—公司投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。